

## 2016年度 個人特別研究費 研究成果報告書

所属・職・氏名：阿萬 弘行

研究課題：ニュースと株式市場反応：投資家タイプ別の比較研究

研究期間：2016年4月1日～2017年3月31日

研究成果概要（2,000字程度）

研究課題では、2014～2016年度の科研費補助金基盤研究Cによる「ニュースと株式市場反応：投資家タイプ別の比較研究」を効果的に遂行するとともに、研究内容の高度化を図ることを目的としている。主な研究内容として、企業関連のニュース情報に対する、株価・リスク・流動性などの市場反応が、投資家タイプによってどのように相違しているか実証的に解明することを目指す。このために、狭い範囲での純粋な企業情報(決算発表など)だけでなく、ニュース種別を、多様な受け手をターゲットとしたものへと広範囲に拡張する。主要な研究成果として、以下四つの研究を進展させた。

第一に、企業ディスクロージャーとマスメディア報道が株価変動に及ぼす効果について共同研究を進めた。一般的に、新規の情報流入は、株価のボラティリティを高めることが過去の多くの先行研究において示されている。当研究では、日次の株価変動を実現ボラティリティで計測するとともに、その企業固有部分と市場連動部分に分解するアプローチをとっている。マスメディア報道については、新たな情報による不確実性拡大効果が期待される一方で、報道内容が、ニュースの不確実性を縮小する効果も予想される。データ分析には、東証一部上場企業の日次パネルデータを用いた。結果によると、ディスクロージャー情報は、ボラティリティを増加させるため、新規情報の不確実性拡大効果と一致する。マスメディア情報は、変動を減少させる効果を持ち、不確実性の解消効果を支持する。企業固有ボラティリティについては、ディスクロージャーとマスメディア双方ともに、企業固有情報の株価反映に寄与することが示されている。論文は、現在専門誌へ投稿を完了し、データの拡張、仮説の精緻化などの改訂中である。

第二に、個人投資家が影響を受けやすいと予想されるテレビ報道が、取引高・価格変化・流動性に及ぼす効果について共同研究を進めた。マスメディアの中でも、テレビは最大の市場シェアを保有している(広告支出)。また、新聞、雑誌等と比較すると、より広範囲の視聴者層を対象としており、情報伝達効果は高いことが想像される。しかしながら、ファイナンス分野へのテレビ報道の効果は、データ利用の制約もあってこれまで非常に限られてきた。当研究では、Mデータ社提供の比較的広範囲の番組データを用いた日本の上場企業への効果を分析した。特に、理論的な観点からは、投資家の注意力(investor attention)の制約下において、テレビ報道が取引高を高めるかどうかの検証を行った。基礎的な結果では、取引高と価格変化の分析から、投資家注意を喚起する効果と整合的な傾向が観察された。また、株式流動性については、テレビ報道の増加は、ビッドアスクスプレッドを増幅させており、新規のニュースが情報非対称性を増加させる結果を得ている。論文は専門誌へ投稿を完了した。

第三に、企業広告が、株式市場での取引高の増加に寄与するかどうかに関する共同研究を進展させた。一般的に、企業広告は、決算発表など通常のニュースと比べると、情報の新規性に乏しく、取引の判断材料となる根拠にはならない。しかしながら、投資家による企業情報や企業名の認知力制約の

観点から見れば、広告出稿が株式取引の要因となりうる。当研究では、日次レベルのテレビ広告と出来高をマッチさせることで、広告効果の評価を行った。先行研究では、もっぱら年間の広告支出を変数とするケースが多く、日次レベルの高頻度データを用いることは、正確な投資家の広告への反応を測定することに適している。分析結果によると、単純な広告量の増加は、取引高への効果を持たないが、平常レベルと比較して異常に高い広告量は、取引増加と相関している。また、広告の経過年数や累積放送頻度から見て、マーケティング分野で指摘されているある種の摩耗効果(wear-out)も観察された。論文は、日本ファイナンス学会において報告し、現在改訂の上、投稿準備中である。

第四に、投資信託の購入・売却データを用いて、個人投資家の投資行動に関する共同研究を進めた。具体的には、日本の追加型株式投資信託市場での資金フローを用いて、主に個人投資家の投資決定がどのような要因に影響されているかについて実証分析を行った。特に、投資行動を購入と売却の二つに分離して、それぞれに対する決定要因を分析した。実証結果から、全般的に購入・売却行動は、異なるメカニズムで決定される傾向が確認された。過去リターンの上昇は購入行動を促進しており、直近業績が将来予想の情報シグナルと認識されているという仮説と一致する。他方で、過去リターンと売却行動の関係は、利益確保傾向・ファンド乗り換え効果と一致する結果となっている。また、極めて高い過去リターンに対する購入反応度は特に大きく、投資家の注意力仮説と整合的となっている。論文は、証券経済学会において共同研究者が報告し、現在内容の改訂を継続中である。

本報告書は、データで [gakunai@kwansei.ac.jp](mailto:gakunai@kwansei.ac.jp) まで提出してください。